

豪準備銀、中立的なスタンスに変更なし

～今後の政策の方向性は雇用と不動産の動きが鍵を握る～

発表日：2017年7月4日(火)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年来の世界経済の自律回復の動きやそれに伴う国際商品市況の底入れの動きは、いわゆる「資源ブーム」後の豪州経済の追い風になった。しかし、年明け以降は商品市況が一転して調整しており、豪州の交易条件指数も急低下するなど、景気の先行きに不透明感が出ている。一方、足下では商品市況の底打ちや中国景気の底堅さがうかがえ、当面の豪州経済は大きな落ち込みに直面する可能性は低いとみられる。
 - 豪準備銀は4日に定例会合を開催し、10会合連続で政策金利を据え置いた。声明文では、海外及び国内経済に対する見方は前回会合から概ね変わらず、引き続き雇用と不動産市場の動向を注視する姿勢が示された。雇用環境に底入れ感はあるものの賃金は伸び悩む一方、高止まりが続く不動産についても規制強化の効果を様子見する姿勢をみせており、これらの動向が先行きの政策の行方を左右すると予想される。
 - 先月来のFRBの利上げなど金融政策の正常化の動きにも拘らず、国際金融市場では不安材料の一巡ないし払拭に伴い「リスクオン」の動きが広がり、豪ドルは米ドルに対し上昇している。先行きは豪準備銀が中立的スタンスを維持したことを受け、豪ドルは米ドルに対して上値の重い展開が予想される。日本円に対しては、引き続き米ドル/日本円相場の動向などに左右される展開が続くものと予想される。
- 昨年以降の先進国を中心とする景気拡大に加え、中国経済の持ち直しを追い風に世界経済が自律回復の動きを強めて国際商品市況の底入れが進んだことは、長期に亘る商品市況の低迷が景気の重石となってきた資源国経済の押し上げに繋がった。特に、中国国内におけるインフラや不動産関連の投資拡大の動きは、中国の鉱物資源に対する需要拡大に繋がり、全世界的な金融緩和と政策に伴う国際金融市場の「カネ余り」も重なって、先物市場が主導する形で様々な鉱物資源価格の上昇を招いた。豪州では、鉄鋼石や石炭、原油をはじめとする鉱物資源関連が輸出額の6割弱を占め、輸出全体の約3分の1を中国（香港を含む）向けが占めるなど、鉱物資源価格及び中国経済の動向に左右されやすい。昨年来の世界経済を巡る動きに伴い、豪州の交易条件指数は一昨年末を底に約1年強のうちに50%以上上昇するなど、経済にとって大きな追い風になった。ただし、年明け以降は世界経済の自律回復の動きが続いている一方、中国国内の製造業において減産の動きが広がるなど不透明感が強まったほか、OPEC（石油輸出国機構）による減産合意延長にも拘らず原油相場の調整模様が続いており、国際商品市況は頭打ち感を強めている。結果、豪州の交易条件指数は年明け直後のピークから半年ほどのうちに2割弱低下するなど、景気に悪影響を与えることが懸念される。なお、国際商品市況の調整に伴い交易条件指数は急速に悪化しているが、6月時点では前年同月比で2割強も上回る水準にあることを勘案すれば、依然国際商品市況の調整を理由に豪州経済が大きく動揺する事態は想定しにくい。さらに、年明け以降における中国国内の鉄鋼石及び石炭価格は調整模様

図1 交易条件指数の推移



(出所)豪州準備銀行より第一生命経済研究所作成

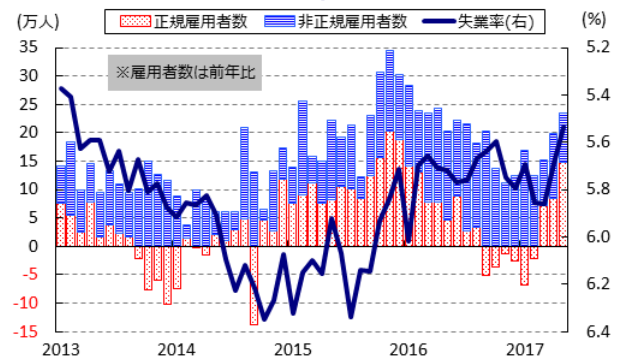
が続いてきたものの、足下では底打ちするなど中国国内における需要の底堅さが続く様子もうかがえる。また、過去数ヶ月に亘り悪化が続き5月に好不況の分かれ目となる50を下回る水準に転じた中国の財新製造業PMI（購買担当者景気指数）も6月には50を上回る水準となるなど、中国景気の底堅さを示唆する動きもみられる（詳細は3日付「[中国製造業を巡る不透明感はひとまず後退](#)」をご参照下さい）。よって、先行きの豪州経済にとっては昨年来の回復ペースを期待することは難しいが、当面は景気が大きく落ち込む事態は避けられると見込まれる。

- こうしたなか、4日に豪準備銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるオフィシャル・キャッシュ・レート（OCR）を10会合連続で過去最低水準である1.50%に据え置く決定を行っている。会合後に発表された声明文では、足下の世界経済について「幅広く改善の動きが続き、多くの国で労働市場がタイト化するなか、先行きの見通しも上方修正されている」との見方を据え置いている。また、先進国については「不透明感が残るが、潜在成長率を上回る景気拡大が続く」とし、中国についても「中期的なリスクに繋がりが得る債務拡大を伴うものの、インフラや不動産投資の拡大が下支えしている」とし、当面は堅調な拡大が続くとの見方を示している。なお、昨年来の原油相場の底入れなどを反映して世界的にインフレ率が上振れする動きがみられたが、「足下では原油相場の調整に伴いその圧力は後退し」ており、「多くの国における賃金上昇抑制の動きはコアインフレ率を抑えている」とした。その上で、米国のさらなる利上げが見込まれるなかで「主要国で追加金融緩和が行われる可能性はない」との認識を示す一方、足下の国際金融市場は「ボラティリティが低下しつつ効果的に機能している」と評価している。

他方、同国経済については「一時的要因により1-3月期の成長率は下振れしたが、『資源ブーム』後の投資抑制の動きは一巡しており、先行きは緩やかな拡大が続く」との見方を示す。さらに、足下では「ビジネス環境の改善が進み、設備稼働率も上昇するなか、投資も拡大している一方、実質賃金の伸び鈍化や家計債務の大きさが重石となる形で個人消費は伸び悩んでいる」とし、企業部門と家計部門の間に差が生じている様子うかがえる。また、雇用環境については「雇用拡大の動きが続いており、先行きも拡大の動きが広がる可能性が高い一方、賃金の伸びは低く、当面はこの傾向が続く」との見方を示すものの、先行きのインフレについては「景気拡大に伴い徐々に加速する」との見方を示している。なお、先行きの見通しについては「低金利が下支えする」とし、現行の金融政策をしばらく据え置くことを前提とし、足下における豪ドル相場の上昇に対して「構造調整を複雑にする」との考えを引き続き示した。

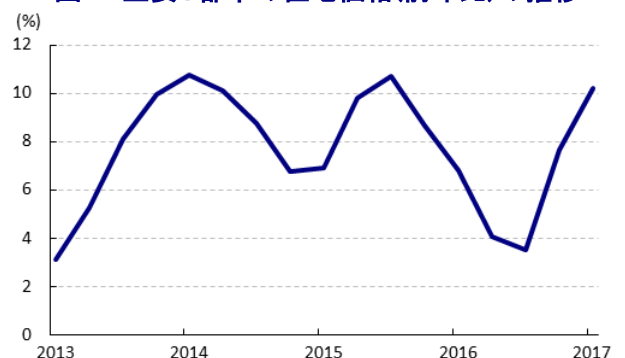
海外資金の流入などを理由に一部で高騰が続く不動産市場については「地域ごとに差はあるが、高止まりが続く地域でも頭打ちの兆候が出つつある」とし、「賃料の伸びは過去20年で最低であり、当局による規制強化の動きは家計部門の債務拡大に伴うリスクへの対応を可能にする」としている。年明け以降、豪

図2 雇用環境の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 主要8都市の住宅価格(前年比)の推移



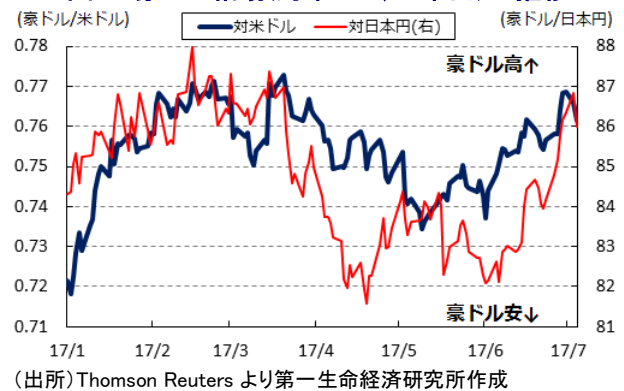
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

州では外国人による不動産投資に対する実質的な規制強化の動きをみせており、これに伴う資金流入抑制が価格調整を招くリスクが懸念される一方、1件目を対象とした住宅購入支援策が下支え役になるとの見方もある。銀行セクターにとっては融資の約3分の2を住宅ローン関連が占めるなど、不動産市況の動向はセクター全体の行方を左右する一方、家計部門の過剰債務が個人消費の重石となるなど新たな課題を生んでおり、この対応は急務になっている。他方、豪州では来年3月末を目処に外国人技能労働者向けのビザ（457ビザ）の発行要件の厳格化を行うなど「自国第一主義」の動きが台頭しており、外国人を対象とする不動産投資規制の動きも、足下の価格高騰に対する国民からの不満への対応という側面がある。その意味では、今後の金融政策の方向性は不動産市況と雇用環境を巡る動きが左右すると予想される。

- 米国FRB（連邦準備制度理事会）は、先月に開催したFOMC（連邦公開市場委員会）において利上げを決定し、年内にもバランスシートの縮小の検討を行う方針を明らかにするなど、金融政策の正常化に向けた取り組みを着実に前進させている。しかし、事前にはFRBによる金融政策の正常化の取り組みは、世界的に拡散

したマネーが米国に回帰する動きを後押しすることに繋がり、新興国などを中心に信用収縮の動きが進む事が懸念されたものの、現時点においてはイエレン議長による積極的な「市場との対話」を通じて事前に織り込ませる動きも重なり、動揺には繋がっていない。さらに、先月フランスで行われた国民議会選挙では、マクロン大統領の支持母体である「共和国前進」が、協力政党である「民主運動」と併せて議会の圧倒的多数を確保するなど、欧州で広がりを見せた政治不安の流れに歯止めが掛かる動きもみられた。こうしたことから、国際金融市場では依然として「カネ余り」の状況が

図4 豪ドル相場(対米ドル、日本円)の推移



が続いていることも相俟って「リスクオン」の動きが広がり、3月以降調整圧力が強まってきた豪ドル相場は底入れの展開をみせている。5月の小売売上高は前月比+0.6%と堅調な拡大が続くなど、内需の底堅さを示す動きがみられるものの、4日の定例会合において準備銀は引き続き中立的な政策スタンスを維持している上、利上げ時期が前倒しされる可能性が依然低いことを勘案すると、米ドルに対しては早晩頭打ちすることも予想される。また、日本円に対しては引き続き、米ドル/日本円の動きなど主要通貨の動向が左右する展開が続くであろう。

以上